

第 72 回運用委員会議事録

1. 日 時:平成 25 年 10 月 21 日(月)15:00～17:00
2. 場 所:年金積立金管理運用独立行政法人 会議室
3. 参加者:・植田委員長 ・宇野委員長代理 ・稲葉委員 ・臼杵委員 ・大野委員
・小幡委員 ・薦田委員 ・佐藤委員 ・能見委員 ・村上委員
4. 議 事
 - (1) 平成 24 年度の業務実績の評価結果について
 - (2) その他

●青木審議役 それでは、定刻前ですけれども、全員お見えでいらっしゃいますので、ただいまより、第 72 回運用委員会を開会いたします。

まず、委員の出欠の状況でございますが、本日は全員御出席をいただいております。

御出席いただきました委員の皆様方が過半数を超えておりますので、会議は成立しておりますことを御報告申し上げます。

続きまして、資料の確認をさせていただきます。議事次第、座席図のほか、

資料 1 年金積立金管理運用独立行政法人の平成 24 年度の業務実績の評価結果について

資料 1

委員限り参考資料 平成 24 年度 業務実績評価シートに関する自己評価及び評価結果について

委員限り 1 運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況

委員限り 2 平成 25 年度トランジションの実施について（外国株式アクティブ）

委員限り 3 インフラストラクチャー等への共同投資に係る覚書書の締結について

資料 2 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議中間論点整理

委員限り 4-1 次期基本ポートフォリオ策定にかかる論点について

委員限り 4-2 海外公的年金の基本ポートフォリオとオルタナティブ投資の状況について

委員限り 4-3 海外公的年金のオルタナティブ投資と基本ポートフォリオの導

入方法

委員限り 5 リスク管理状況等の報告（平成 25 年 8 月）

なお、委員限り 3 インフラストラクチャー等への共同投資に係る覚書等の締結についてにつきましては、運用委員会終了後に回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願い申し上げます。随行の皆様も、同様にお願い申し上げます。よろしいでしょうか。

それでは、以後の進行につきましては、植田委員長にお願いをいたします。

○植田委員長 本日は、お忙しいところ、ありがとうございます。

それでは、早速、最初の議題、平成 24 年度の業務実績の評価結果について、資料 1 及び資料 1 委員限り参考資料に基づいてお願いいたします。

●青木審議役 それでは、御説明申し上げます。資料 1 につきましては、分厚いものがございますけれども、評価結果の文章部分と、それに続いて評価委員会の評定とその理由等が記載されている業務実績評価シートというのが入っております。それと 1 枚もので、委員限り参考資料というのがございます、この 1 枚紙のマトリックス表を中心に御説明をさせていただきます。

1 枚紙の 24 年度の自己評価のところをご覧ください。以前、御報告を申し上げておりますけれども、そのときには S が 3 つでした。私どもは自己評価を独立行政法人の評価委員会、厚労省委員会に案を提示してございます。評定、これは 7 月と 8 月に 2 回、厚生労働省の独立行政法人評価委員会がございまして、その結果ということでございますが、最終的に S 3 つが S 1 つとされたところでございます。また A から B になったものが 1 つございます。

内容といたしましては、S として残ったものが、平成 23 年度と同じく評価項目 7、年金給付のための流動性の確保というものでございます。これは国内債券につきまして、平成 23 年度に設置したキャッシュ・アウト等対応ファンドを、10 兆円規模から 20 兆円規模に増額するなど、流動性の確保に努めたという部分でございます。ここは高く評価をいただいたということで、自己評価 S が独法評価委員会の評定としても S となったものでございます。

それ以外につきましては、薄く網かけしておりますが、評価項目 3 の運用手法、財投債の管理・運用、評価項目 11 の業務運営の効率化に伴う経費節減につきましては、残念ながら A 評価となりました。また、評価項目 12 の財務内容の改善に関する事項等は、中期計画に従い、一般管理費等の節減、宿舍の売却等が行われたものでございますが、計画を超えるというよりは、計画に沿った実績ということで、B 評価となりました。

ただ、全体としては高い評価をいただいたものと考えております。

なお、資料につきましては、分量が多いため一部の御説明となりますが、S 評価をいただいたところにつきましては、最初の文章編の 7 ページをご覧ください。この部分は評価委員会に評価していただいたもののうちの総合評価書と呼ばれるものの一部でござ

ざいまして、④年金積立金の管理及び運用に関し遵守すべき事項のイ、年金給付のための流動性の確保、ここがSと評価いただいた部分でございます。一部読み上げさせていただきますと、平成24年度においては、今後、財投債の残高が減少していく中で、安定的にキャッシュ・アウトに対応するため、国内債券に係る運用受託機関構成の見直しの中で、満期まで債券を保有しその償還金及び利金を活用することで市場へ影響を与えことなく流動性を確保するためのキャッシュ・アウト等対応ファンドを10兆円から20兆円に増額したこと、また、キャッシュ・アウト等対応ファンドを活用してもなお不足する部分は資産を売却することになるが、その際も、年度中にキャッシュ・アウトの見込み額が大きく変動する中、市場に悪影響を与えることの無いよう売却のタイミングや回収金額の分散等の工夫を行ったことは高く評価するという事で、高くという言葉がつきますとS評価ということでございます。

評価項目につきましては、全部で12項目あるわけでございますが、それぞれにつきましては、業務実績評価シートに、評価委員会の評定理由等が記載されておりますので、お時間のあるときに適宜お読みいただければと存じます。

説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等、お願いします。よろしいですか。

ございませんでしたら、次の議題ですが、運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況、委員限り1に基づいて、お願いいたします。

●陣場運用部長 委員限り1、運用受託機関等の法令違反及び事務過誤等への対応状況という資料をご覧くださいと思います。定例のご報告ということでございまして、昨年度の1年間に発生しました法令違反や事務過誤等への対応をまとめさせていただいたものでございます。

まず、最初の3ページは、類型ごとのフロー及び件数の概略です。

(1)の運用受託機関関係ということでございますが、右隅の箱をご覧くださいと思います。類型別に件数を掲げさせていただいております。運用受託機関関係では、法令違反が1件、ガイドライン違反が11件、事務過誤11件といった件数でございます。

次のページにまいりまして、(2)の資産管理機関でございます。資産管理機関につきましては、法令違反、ガイドライン違反は該当がございませんでしたが、事務過誤の発生件数が6件といったところでございます。

また、(3)の自家運用に係る有価証券の売買の取引先、具体的には証券会社等になりますけれども、その事案への対応件数ということで3件発生しているということでございます。

個別の案件における、重要なものについて簡単に説明を加えてまいりたいと思います。

まず、4ページをご覧ください。運用受託機関で唯一起こりました法令違反でございます。A社という社の事案ということでございまして、昨年度もたびたび御報告をさせていただきましたが、運用受託機関によるインサイダーの事案でございます。この事案

につきましては、私どものファンドがインサイダーの舞台になったという状況ではなかったわけですが、関連が少なからずあることもございまして、このA社に委託していた国内株式のアクティブファンドについては解約という措置をとったところでございます。ただ、このA社につきましては、第三者委員会を設置しまして、事案の原因究明、再発防止策等自ら真摯に検討するといった状況でございました。最終的な金融庁からの処分は業務停止も業務改善もなく、報告命令だけにとどまったという状況でした。私どもの対応といたしましても、昨年度に実施しました国内債券アクティブファンドの第3次審査は通過という扱いとし、また外国債券のパッシブ、外国株式のパッシブ運用の配分停止も解除ということで終結をさせていただいたという状況でございます。

続きまして5ページをご覧ください。運用受託機関のガイドライン違反ということでございます。

5ページのB社とE社、似たような事案でございまして、B社については国内株式の空売り、E社につきましては外国株式の空売りということでございました。在庫を確認して売るという単純な基本動作ができていなかったということで、取引としては空売りとなります。私どものシステムでは空売りに対する記帳ができない仕組みになってございますので、他の勘定に付け換えていただき、再発防止についても確認をさせていただいたということでございます。

6ページにまいりまして、F社の事案がございまして、こちらは外国債券のアクティブ運用で発生した事案でございまして、運用機関のトレーダーと証券会社のトレーダーが売買をして、コンファメーションのチェックも交わした後に、証券会社からのクレームで、売却の代金について減額訂正する。そしてファンドに損失を与えるという、ちょっと悪質な事案でございまして、私どもといたしましては、安易に証券会社のクレームに応じて減額訂正するというのは問題なのではないかということで、その減額訂正分について、損失の補填を受け、かつ再発防止策についても聴取をしたといったところでございます。

7ページにまいりまして、J社でございまして、こちらは外国株式のアクティブ運用でございまして、保有していた銘柄にTOBがかかり、何回かTOBに応ずるチャンスがあったわけですが、それを結果として徒過してしましまして、最終的に保有銘柄は非上場になってしまった。こちらにつきましては、TOBに応じた場合に得たであろう利益につきまして、損失の補填を求めました。加えまして、再発防止策についても要請をしたところでございます。

ページをおめくりいただきまして、事務過誤のカテゴリーに入っております。9ページのR社の事案をご覧ください。こちらは昨年度開始いたしましたエマージングの株式の事案でございまして、こちらは事務処理の誤りで、不必要な為替の売買取引を行ってしまった。その不必要な取引の解消の反対売買を行ったところ、損失が発生したということで損失補填を受けたところでございます。

次の 10 ページにまいりまして、U社の事案をご覧いただければと思います。こちらは外国株式のアクティブのファンドで、クオンツモデルを使った定量的な運用です。こちらの社においては、運用モデルについて、正しいデータが入力されていなかった。アメリカ企業の財務データの一部について、取り込みのミステイクがあり、データが更新されないまま運用が継続されていたといった事案でございます。これはクオンツの運用としてはレベルが低いだろうということ。また、昨年度、外国株式につきましては、2次の審査の途上にあり、この社につきましては、2次のヒアリングの結果も芳しいものではなかったこともございましたので、昨年度のうちに解約といった対応をとってございます。

10 ページのW社をご覧いただければと思います。こちら外国株式のアクティブでございます。為替を間違えて売却して、その反対売買の結果、損失が出たということで損失の補填を受けているところでございます。

続きまして資産管理機関の分野に入ります。

資産管理機関につきましては軽微なものが多いのですが、12 ページのE社、こちらは外国株式の資産管理を行っている社でございます。こちら為替の関連でございまして、事務処理に係る為替、支払いのための為替をとったところ、それを少なめにとつてしまい、後で追加してとつたところ損失が出たということで、損失の補填を受けたという例でございます。

最後のカテゴリーが 13 ページ、14 ページでございますが、自家運用のインハウスの有価証券の売買先、短期資産の運用先の対応ということでございます。

A、B、C、3つの社が出てございますが、こちらは全て証券会社でございます。昨年度いろいろところで発生したインサイダー事案の絡みで、金融庁の処分等が出た段階で取引を一旦停止し、金融庁が再発防止策を受理した時点で取引停止を解除するといった対応をとって終結をしているものでございます。

私からの説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等、お願いいたします。

○小幡委員 こんなところで聞くべきことではない気もするのですが、J社の TOB ですが、細かい話で恐縮ですが、何がガイドライン違反なのですか。非上場になってしまったからガイドライン違反ということか。

●陣場運用部長 非上場株を最終的に保有することになってしまったということがガイドライン違反ということでございます。

○小幡委員 そしたら上場廃止になる日にどんな値段でもいいから投げ売ったほうが、彼らにとって良かったということなのか。そうしたら責められないということか。

●陣場運用部長 そうです。

○小幡委員 本質的には TOB に応じるべきだったというのが本質か、どちらが本質か。

○臼杵委員 形式的には非上場株だったからということじゃないですか。

- 小幡委員 なったからということですね。
- 臼杵委員 投げ売るかどうかはともかく、損を出すことはリターンを下げる、パフォーマンスを下げるという意味で、ここの法令違反では別にはないですね。
- 小幡委員 ガイドライン。
- 臼杵委員 ガイドライン違反ではないです。
- 小幡委員 難しいですね。TOB が成立しないと思って応じず、その後 TOB が成立して大きく下がってきたら、投げ売るかどうかが微妙ですね。もし自分で持っていたら。そうでもないですか。
- 陣場運用部長 この社につきましては、こういうケースはほとんど TOB に応じていたのですけれども、これについてはちょっと見落としがあったということです。
- 小幡委員 見落とし。損失額を補填するときは、TOB に応じたとしたときの差額を要求できるのか。終値というか、上場最終日の終値で要求できるのか。もし、訴訟になったら後者しか要求できない気がするのだけれども、でも前者を要求したということですね。
- 陣場運用部長 そうですね。
- 小幡委員 今回、前者を要求して払ってくれたのは、我々としてはこれで良い気もするのだけれども、ガイドライン等を守るためだけに、リターンを犠牲にしてまで運用機関が行動するという事にならないように注意したいというか、これはこれで良いと思うのですけれども、ということです。他にもそういうことが間接的にあったら心配だなということだけを述べて終わります。
- 陣場運用部長 具体的には株式移転を伴う合併等に際して、一時的に非上場になったりすることがあるわけですが、その場合は保有を継続し、そこで余計な売買をすることのないように、特にパッシブ運用などには徹底しているところでございます。そこは経済的な利益を重視するというところでございます。

ただ、本件は永遠に非上場株になってしまうケースです。一時的に非上場株になるという類のケースではなく、TOB で完全に吸収されてしまい、非上場株になってしまったということで、ガイドライン違反としたというところでございます。
- 臼杵委員 私も、今の非上場株と関係して、2点あるのですが、1点はK社とかL社が、何故同じように非上場株を保有してしまうということがあったのかということと、次のページのU社なのですけれども、これはもちろん初歩的というか、一部というのはどのくらいあったのか、私もよく分かりませんが、余り見られないことをやったので、解約は仕方ないかなと思います。8月末に外国株式アクティブは新しいマネジャー・ストラクチャーになっているわけですが、その間、ファンドを解約した部分は、どのようにされていたのか。
- 陣場運用部長 U社のファンドにつきましては、昨年度のうちに解約してございます。
- 臼杵委員 資金はどうされたのですか。
- 陣場運用部長 資金は、リバランスの一環として、外国株式からの回収ということで。

- 白杵委員 アセットアロケーションを変更する中に入っていたと。
- 陣場運用部長 外国株式はオーバーウェイトになった時期でございましたので、そういう整理をしてございます。K社とL社につきましては、こちらはエマージング株式ファンドの韓国の株で、権利が勝手についてきた結果として非上場株を受領することとなったという事態が発生したということでございます。
- 白杵委員 ワラントみたいな。
- 陣場運用部長 その手のものでございます。いわゆるコーポレートアクションの一種として非上場株がおまけについてしまったというところでございます。
- 稲葉委員 今の問題とも若干関連するのですけれども、いわゆる法令違反であれば、金融庁が間に入ってくるので、それはそれでいいのですけれども、ガイドライン違反の場合のスタートがどうなのかみたいなことを考えると、大体は受託機関からガイドライン違反をしましたみたいな話になって、調べてみて、やはり違反ですね。それで対応することになるのだらうと思うのですけれども、できれば普段からいろいろな手口を、売買の状況をフォローしながら、この取引に何らかの疑義があるなというようなときに、そこをより調査して、当法人起点で何か問題がわかる、あるいはガイドライン違反の本質性がそこで判断できるというふうに持っていくのが理想ではないかと思うのですね。
- そういう意味で言うと、取引の手口とか、売買の状況というのは常にわかるような、そういうことが報告がされているような状況を整備することが大事ではないかと思うのですけれども。
- 陣場運用部長 そういう観点で申し上げますと、大半の事案は先方からの申告ベースなのでございますが、先ほど申し上げましたF社の減額訂正、これについては、私どものシステム上、バックデートでデータが訂正される案件について全件押さえていまして、その中で、これは少し異例な取引ではないか、というところから発覚し、当方から運用機関に対して問いただしていく過程で事実が明らかになったという事案でございました。
- 佐藤委員 2点ありまして、1点目はまさにF社についてお伺いしたかったのですけれども、それが事実であるならば、かなりこれは悪質であると。つまり GPIF の指摘がなければ、向こうは報告するつもりはなかったということだったのですか。
- 陣場運用部長 そうですね。
- 佐藤委員 市場取引でコンファメーションを取り交わした後に訂正を申し出るということだけでもかなり大きい問題だと思うのですけれども、その事実をきちんと委託者に報告しなかったと、自発的に、これは非常に大きな問題だと私は思います。そういう証券会社に対し、単に損失を補填してもらって、再発防止策も出してもらったので良いだろうと済むことなのか、もしくは、このような証券会社とお付き合いして良いのか、一定の取引処分等は検討なさっているのかというところですが、まず1点目については、いかがでしょうか。

●陣場運用部長 F社においては相手方の証券会社に対して、こういう変な申し出が、今後ないように、再発防止策がきちんと出るまでは取引を中止するという事で、F社は自発的に対応しているとの報告を受けておるところでございます。

○佐藤委員 そうですか。そこはこういうことが二度と起こらないように、きちんと管理していくことが必要だと思います。

2点目はU社です。これも解約に繋がるというのは結構大きな話だったと思うのですが、選定するとき、これだけ委員会にかけてプロセスを報告されているのに、解約のところはあっさりと、こういう理由で解約しましたとあります。この項目の中にあるよりは、そういうことがあったときには、簡単で良いと思うのですが、そういう報告が別途あったほうが良いと思いますが、いかがでしょうか。

●陣場運用部長 こちらにつきましては、データの処理エラーということもあるのですが、まずは2次のヒアリングの成果が芳しくなかったということもありまして、解約の対応をしたということでございます。2次のヒアリング不通過というのは、運用委員会にも御報告をさせていただいているところございまして、2次を通らなかった既存の社について、大半の社は8月のトランジションの中で解約したわけですが、幾つか昨年度、外国株式のオーバーウェートの時期でもあり、そのときに、この社を含めて3社ほど2次のヒアリングが終わった段階で、解約をした社があったというところでございます。

○佐藤委員 そうですか。また、そこはタイミングで重なったということですか。

○臼杵委員 それは教えていただいたほうが良いかもしれませんね。その段階で。

●三谷理事長 以後、そういう形で。

○佐藤委員 ありがとうございます。

○植田委員長 よろしいでしょうか。

続きまして、平成25年度トランジションの実施について（外国株式アクティブ）、委員限り2に基づいてお願いいたします。

●陣場運用部長 委員限り2 平成25年トランジションの実施について（外国株式アクティブ）の資料をご覧いただければと思います。先ほど話題にも出ましたが、外国株式アクティブのトランジションの御報告ということでございます。

今年の6月の運用委員会で外国株式のアクティブにつきまして審議をいたしまして、その結果を踏まえてトランジション・マネジャーを使って組みかえを行いました。それが8月の末に完成をしたというプロセスの御報告ということでございます。

まず、2. のトランジション・マネジャーの選定についてという項目をご覧いただければと思いますが、外国株式のトランジション・マネジャーにつきましては、A、B2社がプールに入っておるわけでございます。ページをおめくりいただきまして別紙をご覧ください。こちらについては、今回のトランジションの条件を踏まえ、提案をA社、B社から受領し、それを評価したものでございます。トランジションの執行能力、明示

的コストを二本柱として評価をした結果、A社の方が優れているという判断をいたして、A社を使ってトランジションを行ったところでございます。

1 ページにお戻りください。2. トランジションの実施概要でございます。解約したアクティブファンドの資産規模が1兆4千億円あったわけですが、これと配分対象マネジャーのウィッシュリスト、配分対象マネジャーが希望する銘柄が半分ちょっとマッチしたということでございまして、マッチしたものについてはそのまま移管ができたというところでございます。一方、マッチしなかったものにつきましては、8月の中旬から中旬にかけて売買1兆3千億円の執行をいたしまして、8月30日に配分対象ファンドへ配分を行ったということでございます。

ただ、8月のこの時期、夏枯れと申しますか、流動性の乏しい時期でございまして、事前の取引コスト、マーケティングインパクト等を含めた取引コストの分析もあらかじめ行っておったのですが、その幅の上限に近いコストがかかってしまったといった状況でございます。

4. としまして今後の検討課題ですが、6月21日の運用委員会で御審議いただき、実際にトランジションが完了するまで2カ月以上かかっているという状況でございます。その過程で何が起こったかと申しますと、配分対象マネジャーからウィッシュリストを頂戴し、実際に移管をしてみると、せっかくいただいたのだけれども、マーケットの状況も変わってしまったので、この銘柄は不要です、ということですぐリバランスの売買が入ってしまうといった状況が散見されたわけでございます。

こうした点を踏まえ、次回、トランジションを行うときには、証券会社を通さずに現物移管だけでトランジションを行うことも検討に値するのではないかと。具体的には現在の国内株式、アクティブ・パッシブのマネジャー・ストラクチャーが進行中でございますけれども、そのトランジションにおいては、証券会社を通さない方式というのも検討に値するのではないかと。そうであれば時間を1カ月くらいは短縮できるかと考えております。そういった方法も検討しているところでございます。

委員限り2の説明は以上でございます。

○植田委員長 それでは、御質問等、お願いいたします。

○宇野委員長代理 トランジションにかかったコスト、明示的に証券会社から出されていたコストと実際を比較されたと、これは適切な評価の方法だと思うのですが、もう一つ、GPIFとしてのトランジションの方法、プロセスが適切に機能しているかどうかということを見る上では、最初に2.の(1)のところのA社、B社に提案を依頼した時点から、最終的に8月30日に現物が移管されるまでの間のマーケットの動きを含めた価格の動きをモニタリングすると。そうすることにより、今回のように時間が長くなったことによる影響もあるでしょうし、様々な問題がそこに反映していると思うのですが、そういうモニタリングの体制というのを持って、今後、新しい方法を行うときに、どこが改善できるのかというような形で評価していったらいかかなと思います。

- 陣場運用部長 今回もトランジション執行期間中はデイリーで、マーケットの動きと実際の執行状況については、注意深くモニタリングしておりましたが、マーケットの状況とか、トランジション期間の判断、結果的には判断の誤りみたいなものもありまして、若干コストがかかってしまったかなといった状況でございました。
- 植田委員長 抽象的に何がいけなかったのかと考えてみると、現在の方法が売買のコストを最小化するという点に重点を置き過ぎて、一方でその間に配分対象マネジャーの最適ポートフォリオが変化してしまうということを考慮に入れてなかったということではないのですか。
- 陣場運用部長 そうですね。移管後に配分対象マネジャーがリバランスをかけるということは、余り想定してなかったことでもございまして、今回改めて認識を深めたということでもございます。
- 稲葉委員 期間が長かったというのも問題で、その間に価格変動を許してしまったということだと。
- 陣場運用部長 価格変動というか、マネジャーが欲しがるものが少しずつ変わってきてしまった。
- 稲葉委員 それを解消するために短くするというこの手法として、証券会社を抜くというのがクリティカルな方法になりますか。
- 陣場運用部長 銘柄の確定後、トランジション・マネジャーに移管し、証券会社の売買は実際には9営業日でございますけれども、その舞台を整えるための事務的な作業が相当かかりました。さらに、証券会社が売買を完遂するための期間が1カ月くらい、今回かかっておりますので、それが無ければ、おそらく7月末くらいには移管が完了できたのではないかと認識しているところでございます。
- 臼杵委員 証券会社を通さなくて問題ないのですか。
- 陣場運用部長 そこは方法もいろいろ考えなければいけないと思っております。1つは、旧の運用機関に売却させるとか、または新しい運用機関に売らせるとか、その辺はよく考えて対応しなければいけないかと思っております。
- 植田委員長 それはトランジション・マネジャーが当初想定されたようには機能してないということに近いですね。
- 陣場運用部長 そうですね。
- 稲葉委員 遅い。
- 植田委員長 遅い。他に。
- それでは、よろしければ、次に行きまして、委員限り3に基づきましてインフラストラクチャー等への共同投資に係る覚書等の締結について、お願いいたします。
- 清水調査室長 それでは、私から、委員限り3につきまして御説明を差し上げたいと思います。
- 前回9月17日の運用委員会におきまして、具体的には OMERS とのインフラストラク

チャーに関する共同投資につきまして、インテンシブに協議していると御報告をさせていただいたわけでございます。その後、さらに内容を詰め、合意に至りました。具体的には 10 月 9 日付で 2 つの共同投資協定を締結したということで、本日はこの御報告でございます。

まず前回、どういう方向で進めるかということでしたが、1 つは投資信託スキームを利用した共同投資、その相手方は OMERS でございますが、その前提として、まずは国内の公的機関投資家とタッグを組んだ上で OMERS との共同投資に臨むといった御説明を差し上げてきたわけでございます。具体的な国内の公的機関投資家でございますが、1 ページ目を書いてございますとおり、日本政策投資銀行 (DBJ) となります。まず、これが報告の 1 点目でございます。

この DBJ でございますけれども、この概要に書いてございますが、平成 11 年 10 月に旧開銀と旧北海道開発公庫を承継した特殊法人として設立されました。その後、平成 19 年に日本政策投資銀行法の施行によって、平成 20 年 10 月に現在の新 DBJ になったということでございます。現在の資本金は約 1 兆 2 千億円ということで、全額政府出資の公的な機関投資家でございます。

この総資産でございますけれども、平成 25 年 3 月末時点では約 16 兆円、総自己資本比率は約 15% ということで、信用格付等についても高い状況でございます。

特に新 DBJ におきましては、海外業務の本格展開にも努めているということでございまして、ロンドンとシンガポール等々を現地法人化し、かつニューヨーク駐在員事務所においても積極的に活動を行っています。

次のページ、具体的な組織でございますけれども、大体の規模といたしまして、グループ会社全体で 1,315 名ということでございますので、私どものほぼ 20 倍規模の人員が配置されているといった状況でございます。

特に今回のインフラ投資につきましては、ストラクチャードファイナンスグループ、ここで 32 名の職員により対応しています。

また、プライベート・エクイティ投資につきましては、3 ページ目でございますけれども、17 名ということでございますので、総勢 50 名強のメンバーが、こういった形の投資に取り組んでいるという状況でございます。

4 ページをご覧ください。具体的な DBJ との共同投資協定の骨子でございます。

まず契約当事者は、私どもと DBJ であり、2 つの組織の間の協定ということでございます。

目的につきましては、書いてございますとおり、共同投資につきまして相互の連携を図り、本件業務の進展に寄与するということです。

具体的な業務協力の内容でございますけれども、対象はインフラストラクチャー分野、プライベート・エクイティ分野、その他両者が合意する分野。業務協力の②ですが、必要となる情報を共有し、必要となる手法を検討し、さらに本件業務を遂行するという内

容でございます。秘密保持、これが協定の実質的な民法上の内容という形になっております。特に当該事項、実際にこれらのアクティビティにつきまして、GPIF または DBJ が調査もしくは検討を行っているという事実自体も秘密情報に含まれるということでございます。今回、この DBJ の名前につきましても、コンフィデンシャルという形で御了承いただければということでございます。

次に、こういった協定を結んだ上で、OMERS との共同投資協定を結んだということでございます。OMERS でございますけれども、カナダのオンタリオ州の公務員年金基金でございます。設立は 1962 年、構成員が約 43 万人、現行の運用資産規模が約 6 兆円ということでございます。

組織でございますけれども、OMERS の下にはさまざまな運用に責任を持つ組織がございます。グループの概要でございますが、1 段目の OMERS Strategic Investments、ここは共同投資イニシアチブや機関投資家との長期戦略的関係構築等を主導する戦略的子会社であるということで、今回は主としてここを実際の交渉相手として交渉を行ったということでございます。

今回の具体的なインフラストラクチャーに関しましては、上から 2 番目の段の BOREALIS が実際にオリジネーションを行うこととなります。

次の 6 ページ目でございますけれども、投資実績といたしまして、特に OMERS につきましては、プライベートアセット、具体的にはインフラストラクチャー、プライベート・エクイティ、不動産、こういった分野の投資を増やしてきているということで世界的に非常に有名でございます。長期的には全資産の 47% まで拡大すると、こういう予定でございます。

特にインフラストラクチャーにつきましては、1998 年に運用を開始した、草分け的な年金基金であって、現在、資産全体の約 15% をインフラストラクチャーに配分しているということでございます。

下にこれまでの投資リターン実績が出ております。具体的な覚書の骨子でございます。これは 8 ページをご覧いただきたいと思っております。まず (1) の契約の当事者でございますけれども、ここに書いてございますとおり、GPIF、DBJ、OAC 及び OMERS Strategic Investments、OAC というのは OMERS の本体、OMERS Strategic Investments というのがこの OAC の下にぶら下がっている実際の戦略的な部分を担当する組織でございます。

こういう内容でございますけれども、この覚書の構成といたしましては、まず GPIF と DBJ、これがセットのものとしたしまして、それを GPIF パーティーとして、それと OMERS との 2 つの関係が規定されているということでございます。

目的としては、共同投資機会の発掘を含めた長期戦略的関係の構築ということですが、具体的な業務協力の内容といたしまして、(3) の①でございますけれども、1 つは、GSIA への参加、具体的には、企業年金連合会や三菱商事が既に参画をしているプラットフォ

ームへの参加。2つ目は、GSIA 以外の新規資産への共同投資、これは企業年金連合会あるいは三菱商事とはちょっと切り離れた形で、OMERS と我々との間のジョイントのインベストメントの機会、これも覚書につけ加わっているということです。3つ目としては、OMERS の既存資産の譲り受け、こういう三本柱から成っているということでございます。

具体的な投資の基準でございます。これは②に書いてございますが、このインフラストラクチャー分野への共同投資について、MOU 上で共同投資協定の中身をクリアにしたということでございまして、これは先ほどの GSIA よりも若干保守的な形で定めてございます。

具体的には、コアインフラ分野であること。

あとはインフラストラクチャー分野への投資実績を有する公的年金との共同投資であること。

さらにリターン目線といたしましては、報酬控除前のいわゆるグロスで見た IRR で 以上、平均配当利回り（キャッシュイールド）が、投資期間を通じて ということでございます。

③、④が、日本側の内容でございまして、まず、私どもといたしましては、こうした投資について、③でございますけれども、外国投資信託、これを通じてこの投資に参加するというのが1点。

もう一つは、④でございますけれども、この投資信託を実際に運営するアセットマネジメントカンパニーについてでございます。これにつきましては DBJ のこれまでの長い、こういった分野への投資経験等を踏まえまして、DBJ にその選定をお願いするということ。そのアセットマネジメントカンパニーは、当然インフラということでございますので、インフラに関するきちんとしたコンサル会社をつけて個別の資産につきましてのデュー・デリジェンスを行った上で投資の判断をするといった内容でございます。

最後、⑤でございますけれども、この他ということで、長期戦略的關係の構築ということもございまして、また、私どもとしても、今後、こうしたプロフェッショナルの知見を吸収することが必要になってきますので、これはすぐというわけではないのですけれども、GPIF から OMERS への出向の受け入れ、これも覚書の中に規定させていただいたということでございます。

以上、簡単ではございますけれども、御説明にかえさせていただきます。

○植田委員長 それでは、御質問等をお願いいたします。

○小幡委員 これは対外的にはどこまでパブリックで、今後どうなるのですか。

●清水調査室長 まず対外的には、いつ、どういう形で公表するかということにも当然かわってくるわけでございますけれども、まず公表については、私どもとしては、この覚書が締結されると、この覚書をもとに、具体的なアセットマネジメントカンパニーが決まる。あるいはそのアセットマネジメントカンパニーによる OMERS、BOREALIS へのデュー・デリジェンスというものが本格化します。それが終わった後、実際に投資信託が

設定されることとなります。投資信託が設定されると、それを我々として確認した上で、実際に投資をすると、こういう順番になるわけでございます。内々の議論では、まず投資をして、しかるべき時期に公表するということではいかがかということで、これも御相談の1つということでお考えいただければということでございます。

○小幡委員 DBJ と OMERS もそれに合わせさせるということか。

●清水調査室長 これは守秘義務契約でございますので、もちろん相手がある話でございます。まず、こういった投資案件について対外的に公表するには、我々としてはこういう形で公表したいということを経ず DBJ あるいは OMERS に提案をして、そこでアグリーをしないと、そもそも公表自体もできないという形になるわけですが、そういう意味からすると、今現在はまさに守秘義務ということで、OMERS の名前も DBJ の名前も運用委員会、GPIF サイドの中でコンフィデンシャリティ、そういう形が維持されているということになります。

先方としても、現状として、本当に投資するかどうかというのは理屈上はわからない話になりますので、実際に投資をし、それが現実のものになるという意味からすると、我々として、先方に言いやすいのは、実際投資したら何らかの形、速やかにこういう形で公表したいのだけれどもという話を、交渉するということが一番ベースラインとしては考えられるかと思っています。もちろんその前に公表したいということで交渉することは、理屈上は可能であります。

○大野委員 今の話とも絡むのですけれども、会社でも3者間でいろいろ行うことがある。他の2社も上場している場合、いろいろなディスクロズのことがあって、意見をとっていかないとそれぞれ意見が違いますので、どこで公表するのか、投資前直前なのか、あるいは投資後なのか、GPIF として意見を統一して持っていないといけないと思います。

●三谷理事長 基本的には資金を出す、そのタイミングで公表するというのを我々としてはベースとして考えています。

○大野委員 逆に、例えば DBJ さんとか OMERS さん側から公表したいということが出てくる可能性はあるのですか、それとも GPIF さんが一番に公表せざるを得ないということになるのか。

●清水調査室長 これまでの実際の協議の中身ですと、我々を尊重するというのでずっと進んでいるということなので、多分。

○大野委員 我々から言っていないと。

●清水調査室長 そういう形であります。

○村上委員 今までの繰り返しになりますが、恐らくマスコミとか関係各団体からは、この分野においては GPIF が一番注目されていると思いますので、遺漏がないように、戦略的に公表に向けての対策をまとめておく、協議しておく必要があるのではないかと思います。

- 清水調査室長 どういう形で公表するか、タイミングの問題にもなるのですけれども、なるべく広く共有するような形を考えています。
- 小幡委員 GPIF と日本のメディアとの関係では、インフラ投資を検討しているということも公式には何も出てないということですか。
- 清水調査室長 昨年度プライベートアセットインベスメントに関するフィージビリティ調査を実施して、それを3月末に報告をいただきました。それをもとに今度は、我々の内部で実際にフィージビリティスキームについて、実際の投資の是非を検討しているというものは。
- 小幡委員 インフラ投資の是非を検討しているというのは公式の。
- 清水調査室長 そうですね。
- 小幡委員 検討していること自体は。
- 清水調査室長 検討していること自体は表に出ています。
- 宇野委員長代理 資金を投資する前に、現在の基本ポートフォリオに対する改定は必要とお考えですか。
- 清水調査室長 この点につきましては、この場で1回整理させていただいた話でございます。今回のインフラ部分については、我々の資産規模に照らして基本ポートフォリオのリスク・リターンを根本的に変えるような話ではないということでございます。今回のインフラ投資というのは非常にコアインフラで、我々の投資目線としては、どちらかというとインフレにリンクしたキャッシュ・イン・フローというものを長期的に捉えることだと。
 そう考えると、今回の位置づけというのは外国債券アクティブ運用の一部というか、一環として位置づけるという整理で考えているところでございます。
- 稲葉委員 今回は政策投資銀行と共同投資というのが前面に出ているわけですね。ガイドラインも共同でつくるし、共同の基準になる。ビークルも1つにして、そこに共同投資をする。例えば片一方が、基準は問題ないのだけれども、実際運用するという状況になって、資金を出さないとか、出していたのだけれども、引っ込めるとか、片一方がゼロになるというようなことというのは全く想定しなくて良いのですか。共同というのはどこまで共同か、最初だけ共同であれば良いのか。
- 清水調査室長 今のステータスは、これから共同投資を実際に一緒に検討していきましようというものであり、民法上の権利義務が秘密保持の部分については発生しているものの、実際の投資については、まだ発生していないという段階でございます。従いまして、実際に投資したときにどういう権利義務関係が発生するかという話になるのですけれども、まず一義的には、我々が今回まずフォーカスしています GSIA も、既存のそういうプラットフォームがあって、これは実際に契約書も分厚いというか、千何百ページのものの中に、そういった関係の具体的な権利義務に関するものがきちんと担保されますので、それとの形できちんとお互いに権利義務が明確になるよう詰めた上で投資すると、

そういう形になります。

○稲葉委員 実際投資した後で、例えば政策投資銀行が何らかの理由で、資金を回収するとか、投資額が仮にゼロになってしまったとしても、我々のやってきた案件は共同投資の中で実行された案件で、合意事項、あるいは覚書の精神とは逸脱しないと、そういうふうに考えて実行し続けるということか。

●清水調査室長 具体的にはこういう投資でございますから、ロックアップの期間というのがあり、まず3年は絶対に引き出せないということになります。これは我々パーティーと、OMERS の関係においてそういうものがありますし、標準的には15年という、そういう基本的な投資期間、これも契約の中に入っています。ただ、問題は途中で抜ける場合、これはまずはメンバーの合意であるとか、もう一つは、それがあったとしても、我々と DBJ でワンシートで入りますので、そこは我々の中での合意というものが当然出てきて、それはきちんと GSIA に投資する前に、その辺の基準みたいなものは当然クリアするということになります。

付け加えさせていただきますと、今回は MOU を結ぶに当たってきちんとしたローファームにということもありましたので、これは両方につきまして、我々の立場に立った形でローファームに目を通していただいて、きちんとしたリーガルオピニオンもいただいた上で、今回この締結をしているということでございます。同様の手続を多分行うことになると思います。

○佐藤委員 細かい質問なのですが、覚書に金額のようなものは記載されないのですか、上限とか。

●清水調査室長 この段階では金額についてはここには書いていません。ただ、GSIA につきましては、最少の単位が 12.5 億ドルでございます。これを我々と DBJ でどういう形でシェアするかというのは、我々のほうが当然圧倒的に多くなると思うのですが、今後の詰めの中で決めていきたいと考えております。

○佐藤委員 一連の御説明の中で、最初は小さいのだろうけれども、これぐらいという具体的な数字の説明も無かったかなと思われましたので。

●清水調査室長 そういう意味から申しますと、GSIA の参加、これが 12.5 億ドルということがございます。これについては、1年間で 12.5 億ドルを投資するというのではなくて、投資期間が5年となりますので、5年かけて平均的かどうかは別にしても、そういう形でならされていくということが1つ。もう一つは、外枠でセカンダリーの部分、これにどのくらい投資をするかということでございますので、そういう意味で1口 12.5 億ドル+ α という形で御理解いただければということでございます。

○臼杵委員 2点、お伺いしたいのですけれども、1点は、DBJ との共同投資協定で、4ページの(3)の①に、以下の分野について、業務上互いに協力し、共同投資を推進する、とあります。ここまでの議論は基本的には海外ということで議論してきたような気がするのですが、ここはまず内外両方なのか、海外に限定するというようなことになっ

ているのかどうかということと、それから、2つ目として、GSIAに12.5億ドル出した場合、これは既に投資している他の投資家と同じようなステータスで、将来の収益を受け取ることができるのかどうか。

- 清水調査室長 まず1点目の海外かどうかということでございますけれども、現在、国内に海外の年金等が実際に投資対象となるようなインフラのプロジェクト自体が存在しないということでございますので、我々としては、海外のインフラプロジェクトを想定しながら作業を進めてきたということでございます。

ただ、理屈上のお話を申し上げますと、GSIA、実際に企業年金連合会が入っているものですが、これは規定上は良いものがあれば、国内も投資できるということになっております。

- 白杵委員 グローバルにということですか。

- 清水調査室長 グローバルにということにはなっているということでございます。ただ、実際に投資案件があるのかどうかというのは別の話でございますし、投資にはクライテリアといいますか、そういうものがきちんと確保されることが当然大前提になるということでございます。

2点目でございますけれども、実際GSIAに参加して、これから投資するものについては、当然既存の投資家と同じ目線になるということでございます。セカンダリーの部分については、既にある話でございますので、そのとき、例えば非常に金利の高いとき、逆に言えば非常に安く買ったものであれば多分そのままというのはなかなか考えづらい。ただ、我々としては、先ほどお示ししたような投資のクライテリアに合致するところでは、これは前提としてあるわけでございますので、そういうクライテリアをきちんと守る形で。

- 白杵委員 GSIAに参加するということと、8ページで言った②のクライテリアとは、GSIAに参加していても②も考えるということなのですか。

- 清水調査室長 そうですね。そのように御理解いただければと思います。

- 白杵委員 そこは、ただGSIAに当然今までの投資家はいるわけですから、そことの関係はどうなっているのでしょうか。

- 清水調査室長 それはGSIAの構造そのものにかかわる問題なのですが、GSIAの場合は、これに入ると自動的に投資しなければいけないというものではないですね。どういうことかということ、GSIAに入るというのは、投資機会の確保であって、特にOMERS側はそういうような投資機会を我々に対して提示しなくてはいけない、そういう義務があります。そのときのリターン目線がいろいろあるのですが、最終的に投資するか、しないかについては、我々とDBJサイドで個別のプロジェクトについてデュー・デリジェンスを行った上で、そこで最後の投資判断をします。

- 白杵委員 パートナーみたいなもので、1つのファンドというわけではない。

- 清水調査室長 そのように御理解を。

○白杵委員 現在、国内でインフラとかPEというのは具体的な投資対象は余りないのかも
しれませんけれども、国内になってくると、能見委員はよく御存じのとおり、政治的な
ものが入ってきて、なかなか純粋なコマーシャルベースの投資はいろいろ難しいもの
があるので、そこが気になったということです。

●清水調査室長 コマーシャルベースの投資にならないと、逆に今回のエジリビリティ
といえますか、クライテリアに乗ってこない、と我々としては理解しています。

○能見委員 我々もインフラ投資を INCJ として行っているのですが、海外の場合に
は必ず機関投資家とか、そういうのが行ってきたので、投資機関の投資のし易い、さま
ざまなデュー・デリジェンスや契約関係も含めて整備されているのですね。日本のイン
フラ投資というのは、必ずしも投資家のために整備された形になってないのですね。案
件が有るか無いかということだけではなくて、投資家にとって、投資し易いような、契
約可能な資産の構成になってないというか、それがあつたのですね。

DBJ とは、共にそういうノウハウを積み上げていくという前向きなことを考えてやっ
たら良いのではないかと思います。

●三谷理事長 まず第一歩ということです。

○能見委員 そうですね。一緒に経験を積んでいくパートナーとしては良いパートナーだ
と思います。

○植田委員長

他にいかがでしょうか。

○大野委員 1 ページに、覚書を締結したと過去形になっているのですけれども、今のお
話はこれからの話みたいなのですか、締結したのですか。

●清水調査室長 この MOU については 10 月 9 日付で締結をいたしまして、今度はこの覚書
に基づいて、実際に投資信託等ができるということになります。

○大野委員 わかりました。

○植田委員長 それでは、よろしいでしょうか。

次に、次期基本ポートフォリオの策定に関連して、さまざまな論点について、資料 2、
委員限り 4-1、委員限り 4-2、委員限り 4-3 に基づきまして、御説明をお願いい
たします。

●青木審議役 それでは、まず資料 2、公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化
に関する有識者会議、中間論点整理について御説明させていただきます。

今回は基本ポートフォリオに関して自由に御議論を賜るため、資料 2 と委員限り 4-
1 から 4-3 までの資料を用意させていただきました。資料 2 は、伊藤隆敏先生が座長
をされている内閣の有識者会議において、9 月 26 日に公表された中間論点整理でご
さいます。

有識者会議で、最終的にどういう報告がなされるかは、GPIF の運用の今後に影響が及
ぶとも思われますことから、本日の基本ポートフォリオに関する議論に先立ち、まずは

中間論点整理のうち、基本ポートフォリオの議論に関係する部分を中心に御紹介させていただきます。

1 ページ以降が中間論点整理の原文でございます。1 の運用目的につきましては、各資金の運用について、日本経済に如何に貢献し得るかを考慮すべきとの意見があった一方、各資金の受託者は、根拠法の目的に沿って運用するとされているとの指摘があったことなどが書かれております。

2 の運用目標・方針につきましては、①で国内債券を中心とする各資金のポートフォリオについては、デフレ脱却を図り、インフレ環境へ移行しつつある我が国の状況を踏まえた見直しが必要ではないか。その際、各資金の負債特性に応じ、積立金の取崩しが当面見込まれる部分以外は、長期的視点でポートフォリオを構築すべきではないかとされております。

2 ページの②ですが、収益目標につきましては、名目賃金上昇率等にプラス α という形で定められる結果、著しく低くなっていたのではないかと意見。一方、給付が名目賃金上昇率等に連動するので、これに合わせて収益目標を定めるのは合理的との意見が併記されております。また、許容できるリスクの範囲が明確に定められていないとの指摘もあったとのことであります。

そして、資産と負債の関係を考慮して収益目標を設定する必要があることや、有効フロンティアを投資対象の分散などにより上方シフトさせることを含め、リターン最大化の努力が、なお十分ではないのではないかとということも書かれております。

次に、3 の①でございますけれども、GPIF 等は先進的な公的年金を参考に市場環境の整備などを踏まえつつ、運用対象を追加することで分散投資を進めるべきとの意見があったことが記載されております。具体的な資産クラスの例示なども書かれております。

②も、これも基本ポートフォリオに関係し得るものかと思っておりますけれども、パッシブ運用のベンチマークにつきましては、TOPIX の対象先に十分な収益先等が認められない先もあるため、インデックスからの乖離を許容したり、より効率的な運用が可能となる指数を利用したりするなどの改善策を検討すべきではないかと書いております。

次の③では、ポートフォリオの内容等について、より機動的な見直しを行うべきとの意見があった一方、長期的なポートフォリオ運用を行うほうが効率的で、市場の安定にも資するという意見があったとのことでございます。

④の海外資産運用比率につきましては、高めるべきとの意見があった一方、国内経済への影響も考慮して決定すべきとの意見もあったと記載されております。

5 に飛びまして、①では、公的年金のポートフォリオ構築にあたり、経済の見通しを踏まえ、資産・負債の両面に係るフォワード・ルッキングなリスク分析を行う必要があるのではないかといた御意見が記載されております。

次の②では、デフレ脱却を見据え、金利上昇に備えたリスク管理や資産評価について検討し、速やかに対応策を講ずべきではないかとされております。

有識者会議では、この中間論点整理を踏まえ、さらに議論を深めると承知しております。会議は10月15日にも開催されたということでございますけれども、今後、さらに御議論があつて、11月下旬くらいに報告書が取りまとめられる可能性があると同っております。

資料2は以上でございます。

- 清水調査室長 続きまして、私から、資料4-1以降につきまして御説明を差し上げたいと思います。

まず4-1の横長の資料でございます。前回この運用委員会のおきまして、臼杵委員からいただいたペーパーと、事務局として整理したペーパーを御議論いただきました。これは前回の議論をもとに、事務局としてご用意させていただいたということでございます。

前回の議論を振り返りますと、今すぐにでも議論できるものと、一元化関連でございますとか、財政検証に係る専門委員会、こういったところの議論を踏まえないとなかなか検討しにくい。そこを分けてというふうにとりまわして、今回2つに整理させていただいたということでございます。

1ページ目が、主な論点のうち、現時点で検討可能なものということですが、特に前回、能見委員、佐藤委員、あるいは小幡委員からいただいた御意見、これを運用における自由度の拡大ということで1に入れ込んだということでございます。具体的な内容としたしましては、2つ整理させていただいておりますが、1つは、オルタナティブ等における魅力的な投資機会の出現に機動的に対応していくには、どのようなスキームが考えられるか。例えば、資産の一定割合をオルタナティブ等への投資とすることについてどう考えるか、こういった論点。

もう一つが、収益の拡大等の観点から、許容乖離幅の範囲内で基本ポートフォリオから意図的にティルトさせることについてどう考えるか。

こういった論点として整理をさせていただきました。

2のオルタナティブ投資につきましては、基本ポートフォリオとの関連ということで、インフラについて外国債券アクティブ、PEについて外国株式アクティブとして検討を進めているが、次期基本ポートフォリオではどのように位置づけるべきか。別のアセットクラスにするのかどうか。あとは不動産、商品、これも先ほどの有識者会議には出ているということもございまして、これについてどういうふうにするのかといった話。

3が為替ヘッジでございます。例えばヘッジ付き外国債券、ヘッジ付き外国株式を資産クラスとして位置づける必要があるのかどうかといった内容。

4がホームカンントリーバイアスということで、これも有識者会議では両論ということではございますけれども、1つある議論といたしまして、国内外を区分せず一体的に1つのアセットクラスとすること。これが現状のポートフォリオに照らして現実的かどうか。また、アクティブ運用において、内外を一体としてグローバルマナージメントとする、

こういうことについてどう考えるか。あと内外を分ける場合でも制約条件についてどう考えるかといった話があるだろうということでございます。

5番目といたしまして整理させていただいたのがベンチマークでございます。これも先ほどの有識者会議に関連いたしますけれども、あるいはこの場でも何回も御指摘いただいている点でございますけれども、TOPIXの非効率性について指摘があるが、ベンチマークとしてどう考えるかといったベーシックな内容。さらには、今現在、私どもとして調査研究を進めておりますけれども、いわゆる時価総額加重ではないスマートβについてどう考えるのか、こういった話。

6番、7番としては外国株式、外国債券でございますけれども、特にエマージングの関連、例えば外国株式につきましては、そもそもベンチマークとしてエマージングをどう考えるか。具体的にMSCI-KOKUSAIをMSCI-ACWIに変えることについてどう考えるか。外国債券については、1つはパッシブ運用の投資対象を国債以外に拡大すべきかという論点と、あともう一つは、エマージングのソブリン債、これについてどう考えるかといった話。

8といたしましては、これは6月の基本ポートフォリオの見直しのきっかけとなった会計検査院の指摘事項との関連でもありますけれども、いわゆる定期検証のタイミングもどう考えるのかといった話でございます。

次の枠、各種会議の議論を踏まえて検討することとなる事項といたしましては、3点ほど挙げさせていただいているところでございまして、1点目が、年金財政との関係、特に年金財政の安定性を考慮することが求められる場合、負債対応などについてどのようなポートフォリオの姿が望ましいのか。これについても、有識者会議において指摘されているところでございますし、また、国内資産の期待リターンの設定において経済前提との関係、これはやや技術的な話でございます。

2のリスクの解釈につきまして、どういった形で、我々に対する運用目標が与えられるのかに依存するというところでございますが、なかなか検討が難しい状況にあります。例えばリスク水準について、定性的な目標が与えられた場合、リスクをどのような尺度により計測し、許容できるリスク水準をどのように定めるのか。現行、我々は国内債券並みのリスクで最大リターンという形で、前回の検証を行い、ポートフォリオも変更したということでございます。

3といたしましては、特に一元化との関連、いわゆるモデル・ポートフォリオの策定ということで、これは組み入れる資産クラス、資産構成割合決定、基本ポートフォリオとモデル・ポートフォリオの対応関係、これについて、横に書いてあるような論点がございましてけれども、これも一元化に関連する基本指針の議論が見えてこないとなかなか議論しづらい。こういう内容として整理をさせていただいています。

特に本日は、この横長の運用における自由度の拡大とオルタナティブ投資、ここにややフォーカスをしていただこうと、そういう観点で、今回4-2、4-3という資料、

これは具体的には海外の年金において、基本ポートフォリオ、あるいはオルタナティブ投資がどのような位置づけかということについて、サマリーをまとめましたので、引き続き、これについて簡単に御説明させていただきます。

委員限り 4-2 に挙げております年金基金でございますが、CaIPERS、これはカルフォルニア州の公務員を対象とした年金でございますけれども、そのほかの年金基金については、いずれも国ベースの公的年金の積立金運用ということでございます。

ただ、若干の違いがございます、CPPIB と GPF-Global (ノルウェー)、あと NPS、これらについては財政方式が基本賦課方式で積立金もあるという年金であるのに対して、ATP (デンマーク) は、企業年金のように事前積立方式でございます。CaIPERS も同様、事前積立方式の年金になっています。また、FRR (フランス) は、若干特殊でございます、ある意味、リザーブファンドの位置づけということでございます。

こういった若干の違いはあるわけでございますけれども、組織のほうは割愛させていただきます、まず運用目標と基本ポートフォリオの部分でございますけれども、運用目標、制度からの要求リターンでございますが、これを見ていただきますと、CPPIB と GPF-Global、あとは ATP と NPS (韓国) については、経済変数にある意味、運用目標が連動しているということで、上の 2 つは $CPI + \alpha\%$ 。

ATP については、年金における長期的な購買力の維持ということで、一応ノミナルな数字としても保証利率 $2\% +$ 長寿化対応で 1% という形でございます。

また、NPS は、ここは実質 GDP 成長率 $+ CPI$ 上昇率 $+ \alpha$ 、したがって、概ね名目 GDP 成長率 $+ \alpha$ 、こういう形になっています。

これに対して、基本ポートフォリオでございますが、CPPIB は株式 65% 、債券 35% ということで、特にここはホームカンントリーバイアスみたいなものはないということですし、また GPF-Global は、株式 60% 、債券が $35\sim 40\%$ 、不動産 $0\sim 5\%$ ということでございます。ただし、ノルウェーの場合、ポートフォリオを決めるのは基本的に財務省ということでございますので、実際の運用機関であるノルウェーの中央銀行 (NPIM) は、このポートフォリオに対して若干 α をとるとというのがマンドートになっているということは念頭に置いていただければということでございます。

CaIPERS、これは事前積立ということで、 7.5% の名目リターンが目標でございます。

CaIPERS と ATP については、アセットのアロケーションというところから一歩進んだのか、議論のあるところですが、アセットのアロケーションという考え方はやめて、リスクのアロケーションという形になっているということでございます。CaIPERS については、例えば成長 64% 、インカム 17% 、流動性 4% 、リアルアセット 11% 、インフレ 4% 、こんな感じのアロケーションになっている。

ATP については、これは LDI を導入しているということで、まず事前積立の負債の部分についてはデュレーションを合わせるような運営を全部やってしまっ、残りのサープラスの部分について、これは β ポートフォリオと呼んでおりますけれども、ここに

いて収益追求ということでリスクのアロケーションを行っているということでございます。

また、一番下の NPS でございますが、ここは昔の 5 : 3 : 3 : 2 に似ているのですが、国内株式 20%以上、外国株式 10%以上、国内債券 60%以下、外国債券 10%以下、オルタナ 10%以上という形。2017 年に向けた目標値として、韓国の厚生省のもとに設置された Management Committee がこういう方針を決定し、それに基づいて実際に運用が行われています。

一番右のオルタナティブ投資でございますけれども、CPPIB は、伝統的資産のあくまでも代替ということでございます。これについては別途御説明をさせていただきたいと思っております。

GPF-Global(ノルウェー)、FRR、ATP、CalPERS もそうですが、独立した資産として位置づけているということになり、ノルウェーの場合には、不動産しかまだ認めてないということでございます。その不動産を独立した資産として位置づけているということですが、インフラと不動産については、ATP、CalPERS の場合にリアルアセット、インフレ対応資産という形で位置づけております。プライベート・エクイティ投資については、CalPERS、ATP、FRR において、株式投資の一環という形の整理となっております。

以上、簡単にまとめたものが次の資料の委員限り 4 - 3 でございます。

各国のオルタナの位置づけを見たときに、大体 3 つくらいに分類される。1 つは CPPIB のように、伝統的資産の代替として位置づけているということでございます。ここは先ほど御説明したように、株式 65%、債券 35%、そういう基本ポートフォリオ、これは先方の言い方ですと、レファレンス・ポートフォリオというのをまず決めて、それに対して、どれだけ α をとるか、その α の手段として、オルタナティブ投資を位置づけているということなのですが、そのときの手法として、トータル・ポートフォリオ・アプローチというものを使っているということです。これを簡単に御説明いたします。

下のグラフを見ていただきますと、幾つか棒があるのですが、一番左の Government Bonds、×印のところはリスク・リターン特性ということで御理解いただければと思います。この×印のところ、もう一つは、右から 2 番目の Public Equity というこの×印、これはハイリスク・ハイリターン、この 2 つしか基本ポートフォリオのアセットクラスとしてはないということでございます。

これに対して、どういう形で、例えばオルタナティブを投資するのかということですが、ここでは例えば Core Real Estate と書いてございますけれども、Core Real Estate は資産として見ると、これは Bonds と Equity のちょうど中間的なリスク特性を持っているような資産であると、こういう見方をします。例えば株式で 40%くらい、債券で 60%くらい、そのくらいのリスク特性だとする。そうすると彼らがどういう形で Real Estate に対するアロケーションを決定するかということ、債券と株式をパッシブで運用しているわけですが、そのパッシブ運用の株式を、例えば 4 売却し、パッシブ運用の債券

を6売って、それで実際に10をこのCore Real Estateにアロケートする。こういう形で、トータルのポートフォリオのリスク特性は基本的にそんなに変わらないような形で投資が行われているということでございます。

さらに申し上げますと、Private Equityと書いてございますけれどもPrivate Equityの場合にはPublic Equity、上場株よりもリスクが高い。これは通常、何でリスクが高いかという、当然Privateというのがあるのですけれども、基本的にはレバレッジをかける。プライベート・エクイティ投資をするときは、例えば20デットで調達して、自分の資産が例えば100あって、それで120を投資する、こういうふうに考えると、その逆でございまして、実際、投資をするときには120パブリック・エクイティを売って、それで100をプライベート・エクイティにアロケートして、逆に残った20、これを債券に投資をしてそこでヘッジをする。こういう形の投資を行っているということでございます。これは非常に特徴的だということでございます。

次のGPF-G(ノルウェー)、ここは独立資産ということでございますけれども、外部有識者に調査を委託して、独立資産としての特性や導入効果を検討し、段階的に導入しているということでございます。次のページをご覧くださいますと、実際にノルウェーは、現在、5%未満という形で不動産投資を基本ポートフォリオ上入れているわけでございますけれども、このときにノルウェー財務省としてどのような作業を行ったかということが、上段の表でございます。

2段ありまして、下のほうが60/40/0、すなわちエクイティが60%で債券が40%で、不動産は0%。このときのリターンであるとか、シャープレシオが記載されています。これに対して、仮に不動産を債券の替わりに入れる。つまり60/35/5にした場合に、トータルのポートフォリオのリスク・リターン特性がどう変化するか、こういった検証をしているということです。これは見ていただくと、Average annual real return、つまり実質的な平均のリターン、これが大体4.2から4.3に上がる。リスクは9.2から9.4に上がる。さらに、例えばProbability of negative accumulated real return after 15 years、15年後の累積の平均の実質的な利回り、これがネガティブになる確率がどのくらいなのか等々を実際検証し、シャープレシオまで検証した上で、こういった枠をつくったと、こういう内容でございます。

ただし、上段にも書いてございますけれども、GPF-Gはまだプライベート・エクイティ投資を実施していない。リアルエステートだけということでございます。PEについては、先ほどの繰り返しになりますけれども、海外の年金基金では、株式投資の一部というパターンが多いということでございます。

あと、ATP(デンマーク)、これはリスクアロケーションということでございますけれども、一番下の表、これはライアビリティに対応するものではなくて、 β ポートフォリオ、収益追求のポートフォリオがどのように構築されているかということでございます。見ていただくと、収益追求ポートフォリオをどういう形でアロケーションするか。例え

ば Interest rate、Credit、Equity、Inflation、Commodity、こういう形で分類をしまして、例えば Equity のところの下に、実際の投資対象を書いておりますけれども、プライベート・エクイティとかベンチャー・キャピタルはここに入っております。あるいは Inflation、右から 2 番目の部分ですが、このところに不動産やインフラというものが入る。こういう形のリスクに対してどうアロケートするか、こういう考え方がとられているということでございます。

以上、ちょっと長くなりましたけれども、説明にかえさせていただきます。

- 植田委員長 時間がなくなりましたが、本日、十分議論できない部分は次回に引き続きということで、説明いただきましたように、主に委員限り 4－1 の論点のまとめの表の最初のほう、運用における自由度の拡大、オルタナティブ投資の辺りを中心に、御質問、御議論いただければと思います。いかがでしょうか。
- 小幡委員 1 点だけ、中間論点、有識者会議のことについてだけちょっと、我々は目標利回り、次の目標が多分与えられると思うのですけれども、それは非常に重要だと思うのですが、我々のほうが相対的に有識者だと思うので、有識者会議を余り気にせず我々のやり方を打ち出して、我々はこうやるのだから、こうなんだよということで良いのではないかというか、厚生労働大臣から、こういうリスクで、こういう目標利回りというのは、もちろん受けて行うわけですが、それ以外のことは余り関係ないのではないかと思うのです。だから、この論点というか、有識者会議がどう動いていくか、結論が出るまで待つ必要は全くないと思います。
- 宇野委員長代理 私も同感で、先ほど例のインフラストラクチャーの進め方について伺ったのも、こういう議論が外であることを踏まえたときに、先ほど御説明されたステップは、余り表舞台から切り込まないで、スニークする感じで新しいことを行おうとしている。実質的にいろいろなことを行っているから良いじゃないかということかもしれないのだけれども、もう一方で、GPIF はよく考えて運用してないのではないかという認識が非常に強くあって、こういう議論がされていることを考えると、今、小幡さんがおっしゃったように、我々は既にここまで考えていると、認めてくれればすぐにでも行うつもりなのだという切り返しというか、発信をするべきではないかという気がします。
- 森参事官 有識者会議の性格ですが、発足に関しましては非常に御議論がございまして、そもそも GPIF だけという話もあったのですけれども、共済とか、独立行政法人、国立大学法人を含め、横断的な課題について検討する。ただ、全額で 200 兆円のうち 120 兆円が GPIF でございますので、非常に GPIF に議論が集中しがちです。先生方も中間論点を整理されるときには、ほとんど GPIF のことを念頭に置いている。後日、御提言をいただくことになっていきますけれども、御提言にしてはかなり踏み込んでいろいろ御議論いただいていると存じています。

今後は、先ほど御説明がございましたが、11 月中に提言が取りまとめられます。これを踏まえ、各省庁でこの提言に沿って検討を実行するということになります。この提言

が出ましたら、それを踏まえ、厚生労働省として、皆様にいろいろお願いをすると、そういう予定になっておりますので、そこだけは御理解いただきたいと存じます。

- 能見委員 先ほど宇野先生が言ったように、やりようがあると思います。この会議自体も、これまで議論してきて、何がテーマかといったら、国内債券を圧倒的に持っているこのポートフォリオが、このままで良いのかというのが最大のテーマです。それをどういうふうに、どの程度まで他の資産に分散するのかという、それがここでずっと議論していくことの根っこにあるテーマなのですね。このままで良いということはないのではないかということがテーマ。

その中で、私達が感じている危機感と、ここで断片的にいろいろ言われているところをうまくセッティングすればいろいろなことができる。例えば、金利上昇リスクと日本経済の貢献というのがあった。これは、我々はもう少し日本株のウェートを増やして良いのではないかとこのところで1つの解になってくるわけですね。

2つ目は、人口が減少する日本の中だけの投資で良いのかというグローバル分散、基本的には分散投資というのがベースで、そうすると外国債券、外国株式をもう少しウェートを増やして良いのではないか。それから、魅力的な投資機会、あるいは根本的な違うリスクプロファイルの分散投資ということであれば、オルタナティブをもう少し考えて良いのではないか。もちろんその中には PE も不動産も場合によっては少し含みながら。

ですから、この会議でずっと議論されていることの、行いたいことと、ちょっとセットすれば良いのではないか。これを読んでいて両論併記もありますから、ほとんど私達が議論している、こうしたほうが良いのではないかとこの方向で吸収できるのではないかという感じがしていて、真っ向からするというより、むしろ小幡さんがおっしゃったように、ここで課題や問題としている点をうまく乗せて全体的に国民世論の形成に持っていったら行い易いのではないかと感じました。

- 稲葉委員 そういうことなのですから。

- 三谷理事長 それについては、ここでも基本ポートフォリオを見直せと、国内債券が多過ぎることが書いてあるのですが、これは我々が従来から使っている平均分散法を使い、かつ安全性の基準として国内債券並みのリスクということを前提とすると、前回の見直しが本当にぎりぎりくらいのところで、それ以上どう行えば良いのかということになります。そうすると、今度は平均分散法そのものについて大きく見直しをするのか、もしくはオルタナティブの資産を入れても余り変わらないと思うのですけれども、リスクのとり方について、従来と変わった、もっとリスクを多くとるという考え方をとるのか、2つに1つしかないということになります。恐らくは後者のほうが、より行い易いのではないかという感じはするのですけれども、基本ポートフォリオ策定に係る問題点を議論している最中で、本日のオルタナとは焦点がずれるのですけれども、その辺りについて、皆さんの御意見を、本日とは限りませんが、いずれ、また教えてい

ただ機会があったらと思っているところです。

○能見委員 国内債券並みのリスクというのが金科玉条のようになっているけれども、もしかすると、ものすごくリスクが高いかもしれないですし、本当にリスクが低いという意味で言っているのだったら、私は違うような気がするのですね。私はずっと提起しているのだけれども、短期的なボラティリティは少ないですが、長期的に見て、安全かつ効率的と言った場合に、それが国内債券を多く持っていれば良いのだということになるのかどうかについては、委員として選ばれた時点からずっと疑問を呈してきていて、そうではないのではないか、きちんとしたリスク・リターンに合わないことをしているのではないか、私はすごくそこは疑問に思っていて、それはもう取っ払ったほうが良いのではないか、私はそう思いますけれども。

○稲葉委員 でもそういうふうに言うと、能見さんが先ほどおっしゃった、こういうのは出てもいいけれども、こちらで考えているとおりにうまくすり合わせればできるのではないかというのと違って、小幡さんがおっしゃるように、ここでの提言は有識者の提言ではないのではないかというほうが、私には説得力がある。

というのは、もっと正面から我々は考えなければいけないのではないかということを見さんがおっしゃっているとすると、うまく調整できるのだから大丈夫じゃないかというのは。

○能見委員 調整できるというのは、先ほど厚生労働省の方が、それに基づいて何か言わなければいけないというから、余り非現実的なことを言っても、だけど、それは十分吸収できるのではないですかと。

○稲葉委員 前々から言っているように、いずれ国債の金利が上がってきたりするときには、年金でこれだけ持っているのだから、もっと国債を運用したらどうかみたいな話に絶対なってくると思うのですね。そのときに、国内債券並みのリスクという、それをどんどん引き受けることになってしまうわけですね。だから、我々はもう少し長い視野で考えて、本当に GPIF がどういう運営をしたら良いのかというのを考えていけばいいということだと思えるのですね。その中で答えを出していくしかないのではないのでしょうか。

○植田委員長 理屈上すっきりしているやり方は、今後の検討事項の1番目に挙がっている年金財政との関係というところから詰めるということだと思います。年金財産が向こう100年持つというための厳密な計算なんてできないのですけれども、仮にできるとして、要求リターン、ファンドはどれくらいであるというものを一応出して、それがどういうリスク水準で達成できるのかということを考えてみると、当面の国内債券のリスクの問題は置いておきまして、債券並みのリスクでいいのか、あるいはもっと株式、さらにはオルタナティブのリスクまでとらないといけないのかという議論になるというふうに進むのが本来のやり方。中身に問題はすごくあると思うのですが、一応そういうやり方をとるとということだと思えるのですね、形式的に。

その上で、能見委員がおっしゃっていたことは、私の感じでは、長期的な国内債券のリスクというよりは、かなり当面といっても5年から10年くらいの間のリスクだと思うのですが、その間に債券が暴落するというリスクは、そこそこあるということだと思うのですね。それに対応する当面の措置として、どういうポートフォリオが良いかということは別途あると思うのですけれども、そういう時期を乗り越えた後の話のような計算を今までは常にしているという、そういう構造になっているのだと思います。

- 臼杵委員 1つあるのは、年金の長期的な性格からいくと、おっしゃったような、ある定常状態というか、そういうものを前提としたポートフォリオがまずあって、ただ、能見さんがおっしゃったように、植田委員長が能見さんの発言との解釈ということでおっしゃったように、5年とか10年の見通しをどこまで入れるかという論点があります。私の理解でカナダの場合ですと、レファレンス・ポートフォリオというのは、そこから運用機関の判断で5年とか10年の見通しに基づいてある程度ティルトすることができるという、法律上そういうたてつけに GPIF が今なっているかという問題はもちろんあるのですけれども、もし許されるのであれば、そういうことを少し入れていくことは1つの考えかなという気がするのです。
- 植田委員長 ただ、私が申し上げたような計算、恐らく余り厳密にはできないのですね。みんな努力しているのですけれども。それと他の国の公的年金の要求リターンが、我々のものと比べて、恐らくみんな少し高いのですね。ということは、彼らがものすごくきちんとしているのか、直感的にこういうのを出しているのかは別にして、さらに日本の方が人口の減少率が大きいということを考慮すると、理屈上求められる要求リターンは相当高い、というふうに覚悟してないといけないのではないかという直感はあるのですけれども、厳密には難しいところだと思います。そうすると結果的にはリスクをもう少しとるといふところに行く。
- 稲葉委員 結果的にはこれと似たようなことになるかもしれないけれども、そのことと、今、植田委員長がおっしゃったように、我々が今まで行ってきた、あるいは能見さんも同じことをおっしゃっているのだけれども、今まで検討した方法、原則の中で、原則的に物を考えていくというふうにし続けるということが大事なのではないか。
- 能見委員 個々の資産を見ると、確かにリスク・リターンが深いかもしれないのだけれども、分散することによって、実は比較的ミドルリスク、ミドルリターンというか、そういうものになるのですね。結果としては、国内債券が大部分のときよりも、全体的な現象としてあらわれるリスクは少なくなり、リターンが高くなるというか、要するに一般的に1つひとつの投資についてのボラティリティだけを考えているけれども、組み合わせたときには意外とリスクが限定されることとなる。それは投資をずっと行ってきた実感として、ものすごく感じているのですけれども、それを例えば株式のボラティリティだけ見るとリスクは大きいと感じるのかもしれないけれども、実態はそうではない。ポートフォリオ全体としては、そういうことだと思うのですけれども。

○小幡委員 具体的なアクションとして、能見さんのおっしゃることに、100%賛成だとすると、かえって御迷惑かもしれないですけども、国内債券並みのリスクというと、リスクが低いから何をやってもいいですねみたいな皮肉まで言えるくらいなわけじゃないですか、国内債券に偏っているということは。

ただ、その場合、いろいろおっしゃられたように、いろいろ工夫してやっていくか、我々はちゃんと考えて国内債券だけだと高いリスクがあるのだから、別のことをやりますよと、宇野さんがおっしゃっているように、堂々と宣言していかないと、誤解を生んだまま、国内債券を抱えたまま年金が減ったと後で言われて、7年後に、議事録を見て、きちんと議論していたのだとなっても遅いから、どう打ち出していくかということとは、何を行うかということ以上に意外と重要で、そこは何か明示的に判断しないといけないような気がします。積極的に打って出るかは言わずに、実質的に攻め続けるかという判断をどこかでしないといけない気がします。

○村上委員 有識者会議の中間論点整理を読んでいて思うのですが、GPIFの運用に関していろいろ議論になっていることは、以前からそんなに変わっているわけではないなということ。何年も前からこのような議論はあったという感じがします。何故このように繰り返されることになるかということ、公的年金の運用にどのようなリターンが期待されていて、それをどういった方法論で達成していくのが良いのかということについてのコンセンサスがきちんと出来上がっていないというところが一番大きいと思います。運用についての方法論もいろいろあるのですが、一番の原因はそここのところについてのイメージが、みんなばらばらだということです。その辺は考え方の1つの軸となるものを、広報戦略ではないですが、しっかりと公に出して行って、それに対論があるのであればきちんと議論しようという姿勢で臨むというのが必要なのではないかと思うのです。そうしていかないと、いつになっても、外部からいろいろな意見が出てくると思うのです。

○稲葉委員 難しいのは、既にそういうことの延長線上に、植田委員長がおっしゃったように、この法人が最終的にどのくらいの利益を上げることが求められているのかというのは、まさにその制度設計から答えが出てくるはずなのですね。私もそのように思っていたわけですけども、以前に、大久保理事の前任の方に、そもそも公的年金のスキームはどのように変えるつもりなのか、どのように持っていきたいと厚生労働省は思っているのか、と聞いたら、そういうものはないと、政治がこういう状況だったので、という話だった。

村上委員のおっしゃることもわかるのだけれども、その前提となる、そのものがない中で、植田委員長がおっしゃっているような目標を設定しなければいけない。こういう難しさがこの委員会にあるのではないですか。

○植田委員長 形式上は一応あるわけですね。つまり要求リターンは $4 + \alpha$ %で、概ね国内債券並みのリスクで、それが達成できるという、だから国内債券並みのリスクをとっているのだと思うのです。ただ、その図に若干無理があるなとみんな思っているわけで、

これをどうすべきかということですし、一方で、新しい要求リターンの計算みたいなものは現在進行しつつあるわけですから、という問題もあるわけですが。

- 臼杵委員 年金財政について、GPIF 自身は責任が無いわけですね。それは長期の財政計算を厚生労働省がして、それはこのくらいのリスクで、このくらいのリターンだということだから、どちらかをとらざるを得ないのだと思うのですが、リスクを与えられるのであれば、その中でできるだけ高いリターンを獲得するというくらいに考えた方が決めやすいのかなというところですね。
- 植田委員長 この委員会として、こういうものに対して先手ないし、あるいは最終報告が出てからでもいいのですが、何かははっきりと対外的にということですか。
- 小幡委員 いや、私が言ったのは、これはむしろ、全く無視するべきであって、国内債券を 60%持っているリスクについて意識していて、変える必要があるというコンセンサスがあるのだとしたら、それをできるだけ早い時期に打ち出すか、そうではなくて、打ち出さずに、そういう認識のもとに行うのか、何をするのか分かりませんが、実質的にどんどん投資を拡大する戦略でいくのか、判断をしないと、何となくどっちもどっちつかずのままだと、それで良いのかなという問題意識です。
- 佐藤委員 国内債券というか金利なのですが、これは引き受けてくれる人がいる限り、私は余り暴落のリスクはないと思っています。調達と一緒にですが、GPIF は資産規模に照らすと国内債券の非常に大きな保有者なので、間違っても自分で自分の首を絞めるような、つまり GPIF がいよいよ国債を見放して抜本的に見直すらしいということを知ったら、それがどういう影響を市場にもたらすのかとか、将来的にそういうことも考えて検討していったほうが良いのではないかと思います。
やり方を間違えると、それ自体がトリガーになって、誰か一人が売り出すとその売りが広がって、パニックになりうる、そういうことも頭に置いておいた方が良いかなと思います。
- 稲葉委員 それはある意味当然のことなのですが、日本の金融機関がすべからく悩んでいるところ。
- 佐藤委員 日本の金融機関もそうですし、GPIF が持っているポジションというのは大きいですから、そこが投資行動を変えるというのは非常に大きなインパクト、インプリケーションをもたらすのではないかと思います。行うときは本当に慎重に、そこも考えて行った方が良いのではないかと。そうすると、できることは限られてくるのかなという気がしなくもないのですが。
- 植田委員長 これは、ただ、中期計画と独立に、急に債券の保有割合、あるいは全体のポートフォリオのリスクを増やしますよという意思決定はできないのではないのですか。近い将来、債券が暴落するリスクを強く感じ始めたので、というようなことは言えないのですが。
- 清水調査室長 2 期の中期計画のときに、リスクとかリターンについて定量的な目標が

なく、定性的な目標しかなかったという状況でした。多少複雑ですが、第1期のときの目標を改めて申し上げますと、要求リターンを最小リスクで、その最小について、特に国内債券並みにしろと言われたわけではないのですけれども、厚生労働省でリターンを定める際に、国内債券並みのリスクで最大リターンという形で数字上決めていたものですから、我々として同じリターンで最小リスクといったときの結果が、国内債券並みのリスクだったというのが1期の話だというふうに理解しています。

そこで、2期のときに、安全かつ効率的ということで、定量的な目標がない状況なので、我々は国内債券並みのリスクで最大リターンというか、有効フロンティアに近いということで解釈しました。それはどうしてかということ、そもそも厚生労働省の年金財政において、どういう考え方で目標リターンを決めるかということ、国内債券並みのリスクで最大リターンという考え方をしていたからだ、ということと理解しています。

そういう意味で言うと、国内債券並みのリスクというのは、まさにそういう慣行の中で、我々はこの前の定期検証の中で、それを援用したという形ではあると。それが別にどこかで明文化されているということではなくて、広く厚生労働省の中の慣行とか解釈の中で、そういうような形になっていると私自身は理解しています。

今の議論というのは、国内債券というものが、そもそも安全かどうか、まさに能見委員からの御質問なわけで、それは年金財政との関連で捉えたときに、確かにずっとデフレが続いている状況ではそれは安全だということだったのだけれども、それが若干変わってくると、本当にそれがそうなのかという問いかけなのだろうなというふうに私自身は理解しています。

○植田委員長 時間も迫ってきましたので、この議論は引き続き行わないといけませんが、必要であれば、臨時の会議でも招集していただいとことかなと思います。

それでは、あと1個、リスク管理状況等の報告を委員限り5に基づいてお願いいたします。

●陣場運用部長 リスク管理状況について報告させていただきます。資料は委員限り5の8ページをご覧ください。8月までの数字でございます。8月は財投債を含む運用資産全体で6,800億円のマイナスといった状況でございます。

9ページをご覧いただければと思います。その内訳ということでございますけれども、総合収益額のところを見ていただきますと、国内株式が4,300億円、外国株式が3,800億円といったマイナスになっているところでございます。8月はFRBの量的金融緩和が縮小されるのではないかという懸念、さらに月末にかけてシリア情勢も緊迫化したこともありまして、内外株式は冴えない展開であったというところでございます。また、円高、ユーロ安、ドル安の影響もあり、外国債券もマイナスといった状況でございます。国内債券だけが国内金利の低下で少しプラスに浮上したといった状況でございます。

続きまして、11ページをご覧いただければと思います。アクティブ運用の超過収益率の状況について簡単に触れてまいりたいと思います。まず国内債券アクティブにつきま

して、8月はプラス0.03%といった状況でございます。

国内株式アクティブにつきましては、マイナス0.13%ということでございまして、国内株は今期一進一退といった状況が続いているところでございます。

外国債券アクティブでございますけれども、マイナス0.09%というところでございまして、外国債券にとって今期は非常に厳しい投資環境が続いているといったところでございます。

外国株式アクティブでございますけれども、先ほど申し上げたとおり、8月はトランジションをずっと行っていた月でございます。アクティブの数字、これは残っているアクティブだけといったところですので、トータルのところをご覧くださいますと、マイナス0.04%でございます。これはエマージング株式が不振だったことと、先ほど申し上げましたトランジションの中で相当コストがかかったことが反映され、全体としてマイナスになってしまったといった状況でございます。

簡単ではございますが、以上でございます。

○植田委員長 質問があればお願いいたします。よろしいですか。

それでは、事務局から何かあればお願いいたします。

●青木審議役 委員限り3のインフラストラクチャー等への共同投資に係る覚書き等の締結については、特に秘密性の高い内容でありますことから回収させていただきますので、机の上に置いておいてくださいますようお願いいたします。随行の皆様も同様をお願いいたします。

次回、第73回運用委員会につきましては、平成25年11月18日月曜日15時から、この場所で開催させていただきますので、よろしくお願いいたします。

以上でございます。

○小幡委員 12月は無いのですか。

●青木審議役 12月は無いです。1月を考えております。昨年は12月に開催をさせていただきました、1月は無かったのですけれども、今回は日程調整の関係をいろいろ勘案いたしまして、今のところ12月は開催を予定しておりません。

○小幡委員 何か臨時という。

●青木審議役 また、それは別途といいますか、もし万が一、そういうことが必要になれば、また検討させていただきます。

○植田委員長 本日はお疲れさまでした。どうもありがとうございました。